



**University of
Zurich**^{UZH}

**Zurich Open Repository and
Archive**

University of Zurich
University Library
Strickhofstrasse 39
CH-8057 Zurich
www.zora.uzh.ch

Year: 2013

Managementvergütung und corporate governance

Meyer, Conrad ; Barmettler, Peter

Abstract: Der Streitpunkt in der aktuellen Vergütungsdiskussion in Publikumsgesellschaften dreht sich um die Frage, ob die Managementvergütungen durch reine Marktkräfte oder aber durch unternehmensinterne Machtverhältnisse als Ausfluss einer ungenügenden Corporate Governance - determiniert werden. Die hier präsentierte Untersuchung von rund 3/4 aller an der SIX Swiss Exchange kotierten Gesellschaften von 2007 bis 2010 hat zum Ziel, dies dank der neu eingeführten Offenlegungsvorschriften für den Schweizer Kapitalmarkt empirisch zu klären.

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich
ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-82051>
Journal Article

Originally published at:

Meyer, Conrad; Barmettler, Peter (2013). Managementvergütung und corporate governance. Der Schweizer Treuhänder, (10):693-699.

Conrad Meyer, Prof. Dr. oec. publ., Ordinarius für Betriebswirtschaftslehre, Inhaber des Lehrstuhls für Accounting, Institut für Betriebswirtschaftslehre der Universität Zürich

Peter Barmettler, Dr. oec., wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für Accounting, Institut für Betriebswirtschaftslehre der Universität Zürich

Lead: Der Streitpunkt in der aktuellen Vergütungsdiskussion in Publikumsgesellschaften dreht sich um die Frage, ob die Managementvergütungen durch reine Marktkräfte oder aber durch unternehmensinterne Machtverhältnisse – als Ausfluss einer ungenügenden Corporate Governance – determiniert werden. Die hier präsentierte Untersuchung von rund 3/4 aller an der SIX Swiss Exchange kotierten Gesellschaften von 2007 bis 2010 hat zum Ziel, dies dank der neu eingeführten Offenlegungsvorschriften für den Schweizer Kapitalmarkt empirisch zu klären.

Managementvergütung und Corporate Governance

Eine empirische Untersuchung Schweizer Publikumsgesellschaften

1. EINLEITUNG

Selten hat ein Thema die Gemüter in Politik, Medien und Wirtschaft derart erhitzt wie die alljährlich wiederkehrende Kontroverse um die Top-Management-Vergütungen in Publikumsgesellschaften.¹ Als Folge der Finanzmarktkrise, in welcher einige bekannte Unternehmen trotz substantieller Wertvernichtung weiterhin exorbitante Vergütungen ausgerichtet haben, und den beiden Eidgenössischen Abstimmungen zur «Abzocker-Initiative» und zur «1:12-Initiative» hat sich die Debatte abermals intensiviert. Die per 1. Januar 2007 in der Schweiz verschärften Offenlegungsvorschriften bieten die Möglichkeit, in die seit längerem emotional und wenig sachlich geführte Diskussion rund um Managementsaläre Erkenntnisse einer breit angelegten empirischen Untersuchung einzubringen. Das sog. «Transparenzgesetz» (Art. 663b^{bis} OR) verpflichtet kotierte Gesellschaften, die Bezüge der Mitglieder des Verwaltungsrats und des höchst bezahlten Mitglieds der Geschäftsleitung (in den meisten Fällen des CEO) individuell und unter Angabe von Namen und Funktion sowie der Vergütungssummen von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung offen zu legen.

Die neuen Publizitätsvorschriften erlauben der Frage nachzugehen, ob und wie die Ausgestaltung der Corporate Governance (Regeln und Strukturen zur Leitung und Kontrolle von Unternehmen) die Höhe der Managementvergütung beeinflusst. Somit lassen sich auch die neuen Spielregeln für Publikumsgesellschaften der Abzocker-Initiative, welche am 3. März 2013 von Volk und Ständen klar angenommen wurde, mithilfe empirischer Erkenntnisse beurteilen.

2. EINFLUSSFAKTOR CORPORATE GOVERNANCE

Im klassischen Fall von Publikumsgesellschaften fallen Eigentum und Bewirtschaftung der gesellschaftlichen Ressourcen auseinander. Die Aktionäre sind die Auftraggeber (Prinzipale), welche die Führung ihres Unternehmens mehreren Beauftragten (Agenten), den Mitgliedern des Verwaltungsrats, übertragen. Diese wiederum können die Geschäftsführung ganz oder teilweise an Dritte, eine Geschäftsleitung, delegieren. Das mit den gegenläufigen Interessen und ungleich verteilten Informationen zwischen den Akteuren verbundene Konfliktpotential ist bekanntermassen ein klassisches Beispiel eines *Prinzipal-Agenten-Problems*.²

Bei der Gestaltung der Corporate Governance zur Milderung dieses «Agency»-Problems geht es namentlich um Macht- und Kontrollverhältnisse an der Spitze eines Unternehmens, d.h. um Steuerungs-, Kontroll- und Anreizstrukturen, die das Zusammenwirken der drei Organe Generalversammlung, Verwaltungsrat und Geschäftsleitung regeln sollen.³ Dabei hängt die effektive Machtverteilung primär von den Eigenschaften und der Zusammensetzung der einzelnen drei Akteure sowie deren Zusammenspiel untereinander ab. In Studien aus Übersee stehen die Struktur des Aktionariats (Ownership Structure), des obersten Kontrollorgans (Board Structure) und des exekutiven Managements (Management Structure) im Zentrum der Betrachtung, um den Einfluss der Corporate Governance messbar zu machen.⁴

2.1 Eigentümerstruktur

In der Vergütungsforschung wird zur Messung der Kontrollintensität der Aktionäre vermehrt auf den Einfluss des Hauptaktionärs (Blockholder) abgestellt. Einerseits steigt dessen Macht mit zunehmendem *Beteiligungsumfang* sowie durch *Zugehörigkeit zum Verwaltungsrat*, was mit einem stärkeren Disziplinierungseffekt auf das Vergütungsniveau verbunden sein müsste. Im Spezialfall einer *Besetzung des CEO-Postens durch den Hauptaktionär* besteht hingegen ein Zielkonflikt zwischen einem effizienten Ressourceneinsatz aus Sicht des Hauptaktionärs und einer Maximierung des eigenen CEO-Salärs.

2.2 Verwaltungsratsstruktur

Wie effektiv der Verwaltungsrat seine Kontrollfunktion gegenüber dem exekutiven Management wahrnehmen kann, hängt von der Besetzung und Gestaltung des Aufsichtsgremiums ab. Hierbei sind die *Unabhängigkeit* und die *Grösse* des Verwaltungsrats sowie die *Existenz eines Vergütungsausschusses* (Compensation Committee) von zentraler Bedeutung.

2.3 Geschäftsleitungsstruktur

Ob bestimmte Konstellationen die Machtfülle des CEO begünstigen, kann durch die Organisation der Geschäftsleitung beeinflusst werden. So zeigen US-Studien, dass die Vergütung mit zunehmender *Amts-dauer des CEO* trotz konstanter Performance und Verantwortung ansteigt, was auf einen Machteffekt schliessen könnte. Von besonderem Interesse sind die Spezialfälle einer *Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied* und einer *Personalunion*, bei welcher der CEO gleichzeitig den Verwaltungsratsvorsitz einnimmt (auch als Doppelmandat bezeichnet). Beides erhöht den Einfluss auf die Festsetzung der eigenen Entlohnung, was zu einer Vergütungsprämie führen könnte, wie dies in internationalen Studien bereits nachgewiesen wurde.

3. UNTERSUCHUNGSANORDNUNG

Der Einfluss dieser Corporate Governance-Elemente bei den in der Schweiz kotierten Unternehmen wird auf der Basis einer repräsentativen empirischen Untersuchung analysiert.⁵

3.1 Stichprobe

Um möglichst aussagekräftige Resultate zu erhalten, wird die Stichprobe so umfassend wie möglich gewählt. Die Grundgesamtheit bildet der Swiss All Share Index, welcher alle 252 primärkotierten Gesellschaften umfasst (Stand Ende 2010). Hiervon entfallen aus unterschiedlichen statistischen Gründen 71 Unternehmen, was zu einer Stichprobe von 181 Gesellschaften führt, die rund 72% bzw. 3/4 der Grundgesamtheit ausmacht.

3.2 Untersuchungszeitraum

Erfasst werden die Daten für die Jahre 2007 bis 2010 im Anschluss an die Einführung des Transparenzgesetzes per 1. Januar 2007. In Kombination mit der Stichprobe von 181 Publikumsgesellschaften resultieren 724 Beobachtungen für die Regressionsanalyse. Die Darstellung der Entwicklung der Vergütungen für die beiden Organe Geschäftsleitung und Verwaltungsrat basiert auf 1448 Datenpunkten.

4. ENTWICKLUNG DER MANAGEMENTVERGÜTUNG

Zunächst wird die Entwicklung der Managementvergütung auf der Basis einer deskriptiven Statistik betrachtet.

4.1 Höchste Vergütung der Geschäftsleitung

In rund 94% der 724 Beobachtungen entspricht die Vergütung des CEO der höchsten Entschädigung. Sie wird für folgende Kategorien berechnet (vgl. *Abbildung 1*):

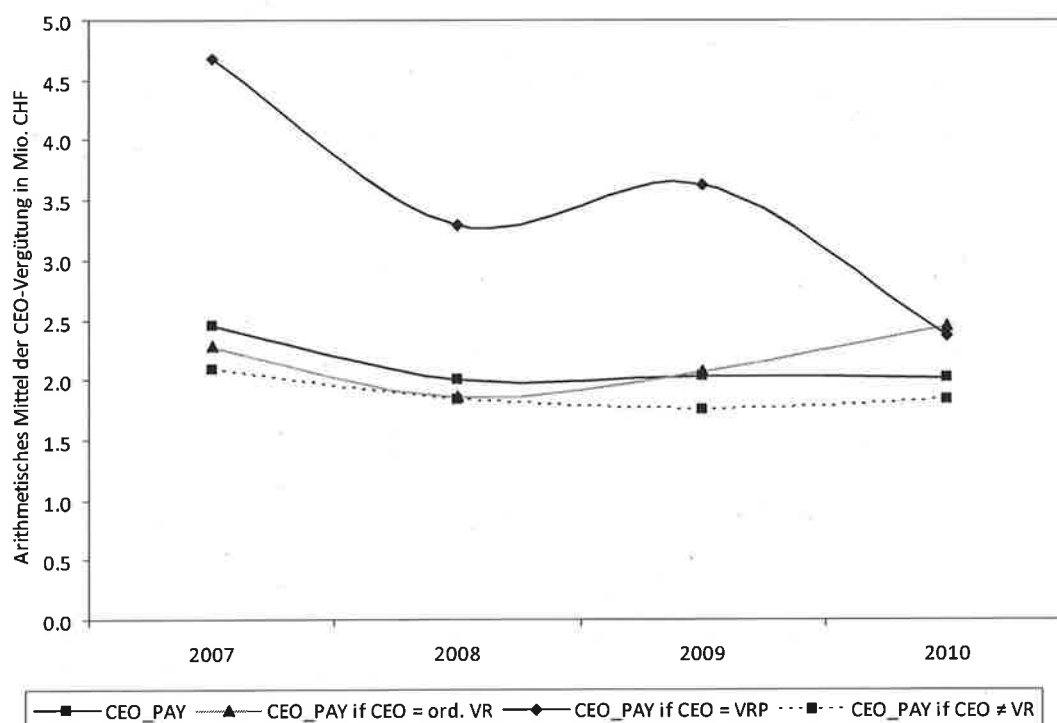
- Kategorie 1: Die CEO-Vergütung aller 181 Gesellschaften der Stichprobe (CEO_PAY).
- Kategorie 2: Die Vergütung der CEOs, die als ordentliches Mitglied dem Verwaltungsrat angehören (CEO_PAY if CEO = ord. VR). Diese machen über die Beobachtungsperiode betrachtet 20.2%, respektive 1/5 der Stichprobe aus.
- Kategorie 3: Die Vergütung von CEOs mit Personalunion zum VR-Präsidenten (CEO_PAY if CEO = VRP). Deren Anteil an der Stichprobe beträgt über die Beobachtungsperiode 11.3%, respektive gut 1/9 der Stichprobe.
- Kategorie 4: Die Vergütung für alle sog. «einfachen» CEOs, die dem Verwaltungsrat weder als ordentliches Mitglied noch als VRP angehören (CEO_PAY if CEO ≠ VR). Mit rund 68.5% des Stichprobenumfangs gehören rund 2/3 der Beobachtungen dieser grössten Kategorie an.

Abbildung 1: Deskriptive Statistik: Höchste Vergütung der Geschäftsleitung

| Variable | Jahr | Beobach- tungen | Mittelwert | Standard- abweichung | Minimum | Maximum |
|---|-----------|--------------------|------------|-------------------------|---------|------------|
| CEO_PAY (Höchste Vergütung inner- halb der Geschäftsleitung) | 2007 | 181 | 2'445'048 | 3'758'645 | 173'731 | 22'300'000 |
| | 2008 | 181 | 2'005'960 | 3'127'915 | 126'968 | 20'800'000 |
| | 2009 | 181 | 2'031'306 | 3'014'335 | 105'448 | 20'500'000 |
| | 2010 | 181 | 2'011'757 | 2'474'409 | 95'455 | 15'600'000 |
| | 2007–2010 | 724 | 2'123'518 | 3'126'349 | 95'455 | 22'300'000 |
| CEO_PAY if CEO = ord. VR (Höchste Vergütung inner- halb der Geschäftsleitung für CEO = ordentliches Mitglied des Verwaltungsrats) | 2007 | 39 | 2'285'364 | 3'285'538 | 300'000 | 17'800'000 |
| | 2008 | 37 | 1'862'637 | 2'183'671 | 271'000 | 8'718'992 |
| | 2009 | 36 | 2'079'586 | 2'360'140 | 334'330 | 10'900'000 |
| | 2010 | 34 | 2'457'110 | 2'722'338 | 305'000 | 11'600'000 |
| | 2007–2010 | 146 | 2'167'490 | 2'663'289 | 271'000 | 17'800'000 |
| CEO_PAY if CEO = VRP (Höchste Vergütung inner- halb der Geschäftsleitung für CEO mit Personalunion zum VR-Präsidenten) | 2007 | 22 | 4'684'813 | 6'386'794 | 173'731 | 21'600'000 |
| | 2008 | 20 | 3'294'747 | 4'611'378 | 126'968 | 20'500'000 |
| | 2009 | 21 | 3'625'323 | 5'130'752 | 105'448 | 20'500'000 |
| | 2010 | 19 | 2'358'750 | 2'305'106 | 95'455 | 7'322'394 |
| | 2007–2010 | 82 | 3'535'474 | 4'893'281 | 95'455 | 21'600'000 |
| CEO_PAY if CEO ≠ VR (Höchste Vergütung inner- halb der Geschäftsleitung für CEO ≠ Mitglied des Ver- waltungsrats) | 2007 | 120 | 2'086'321 | 3'107'754 | 205'876 | 22'300'000 |
| | 2008 | 124 | 1'840'857 | 3'055'103 | 221'490 | 20'800'000 |
| | 2009 | 124 | 1'747'335 | 2'629'764 | 209'235 | 19'200'000 |
| | 2010 | 128 | 1'841'953 | 2'428'754 | 205'961 | 15'600'000 |
| | 2007–2010 | 496 | 1'877'146 | 2'808'644 | 205'876 | 22'300'000 |

Die graphische Darstellung der CEO-Vergütungen lässt im Anschluss an die Einführung des Transparenzgesetzes – und zeitgleich mit dem Eintreten der Finanzmarktkrise – einen markanten Rückgang in allen vier Kategorien erkennen (vgl. *Abbildung 2*).

Abbildung 2: Entwicklung der CEO-Vergütung von 2007 bis 2010



4.2 Höchste Vergütung des Verwaltungsrats

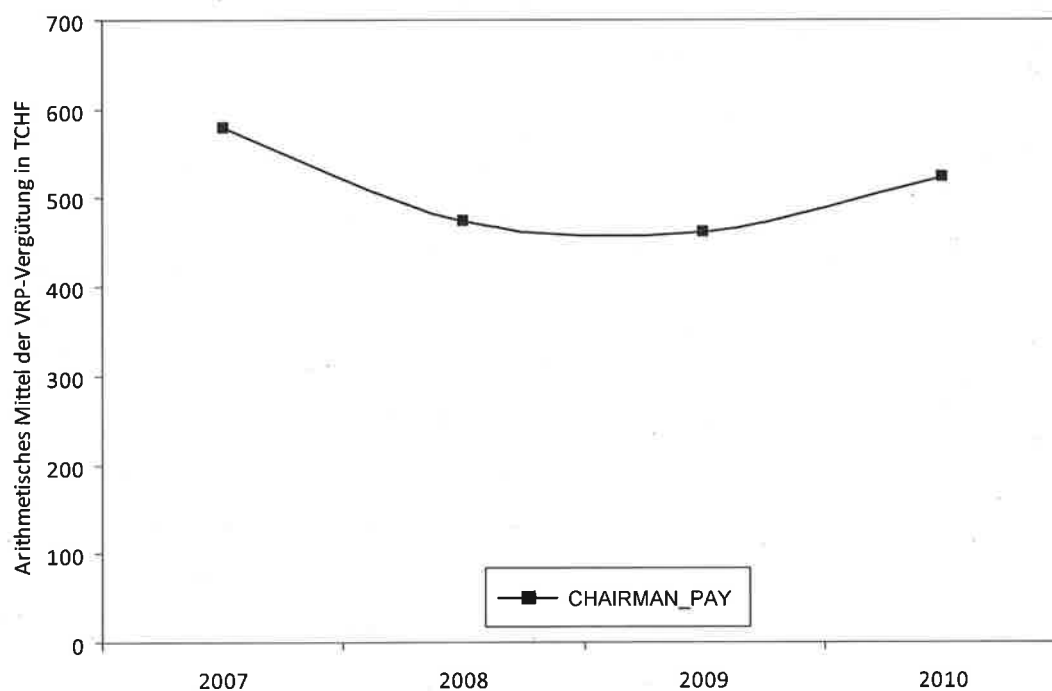
Ebenfalls soll ein Blick auf die Entschädigungen des Verwaltungsrats geworfen werden. Da diejenigen Mitglieder des Managements von Interesse sind, die bei der Analyse der Geschäftsleitung noch nicht miteinbezogen wurden, steht die höchste Vergütung der nicht-exekutiven Verwaltungsratsmitglieder im Fokus (vereinfachend als CHAIRMAN_PAY bezeichnet; vgl. *Abbildung 3*). In 90% der 724 Beobachtungen geht die höchste Vergütung an den Verwaltungsratspräsidenten.

Abbildung 3: Deskriptive Statistik: Höchste Vergütung des Verwaltungsrats

| Variable | Jahr | Beobach- tungen | Mittelwert | Standard- abweichung | Minimum | Maximum |
|--|-----------|--------------------|------------|-------------------------|---------|------------|
| CHAIRMAN_PAY (Höchste Vergütung eines nicht-exekutiven Verwaltungsrats) | 2007 | 181 | 577'795 | 1'512'223 | 0 | 14'600'000 |
| | 2008 | 181 | 474'007 | 1'180'982 | 0 | 13'900'000 |
| | 2009 | 181 | 461'325 | 901'699 | 0 | 7'487'836 |
| | 2010 | 181 | 523'330 | 1'134'473 | 0 | 8'326'344 |
| | 2007–2010 | 724 | 509'114 | 1'200'634 | 0 | 14'600'000 |

Die durchschnittliche Entschädigung des nicht-exekutiven Verwaltungsratspräsidiums sinkt in 2008 im Vergleich zum Vorjahr um 18%, und somit gleich stark wie diejenige der gesamten CEOs (vgl. *Abbildung 4*).

Abbildung 4: Entwicklung der Vergütung nicht-exekutiver Verwaltungsratspräsidenten von 2007 bis 2010



4.3 Beurteilung der Entwicklung

Die deskriptive Statistik zur Entwicklung der Vergütungen macht ohne Zweifel klar, dass im Anschluss an die Einführung verschärfter Offenlegungsvorschriften keine Aufwärtsspirale der absoluten Managementvergütung stattgefunden hat. Im Gegenteil, die Saläre sind im Jahr 2008, für welches mit einem vergütungssteigernden Transparenzeffekt zu rechnen war, substantiell gesunken. Dabei spielt allerdings der Ausbruch der Finanzmarktkrise eine wichtige Rolle. Die massiv gesunkenen Erfolgskennzahlen legen diese Schlussfolgerung ohne Zweifel nahe.

5. EINFLUSS DER CORPORATE GOVERNANCE

Der Einfluss einzelner Determinanten auf die CEO-Vergütung wird nun aufgrund einer empirischen Analyse interpretiert. Um die Resultate nicht zu verzerren, werden exakte Beträge verwendet, was jedoch keine falsche Genauigkeit vortäuschen soll. Es geht primär um die Richtung des Effekts (Vorzeichen) sowie um dessen ungefähre Stärke und nicht um genaue Beträge.

5.1 Übersicht zu den gewonnenen Resultaten

Die Ergebnisse der Regressionsanalyse präsentieren sich wie folgt (vgl. *Abbildung 5*).

Abbildung 5: Empirische Erkenntnisse zu den Corporate Governance-Variablen

| Variable | Erwarteter Einfluss | Empirisch ermittelter Effekt |
|--|---------------------|--|
| Beteiligungsumfang des Hauptaktionärs | – | Bei einer Zunahme des Beteiligungsumfangs des Hauptaktionärs um 1 Prozentpunkt sinkt die CEO-Vergütung um 0.41% bis 0.65%. |
| Hauptaktionär ist Verwaltungsrat | – | Die Zugehörigkeit des Hauptaktionärs zum Verwaltungsrat führt zu einer um 17.41% bis 24.77% tieferen CEO-Vergütung. |
| Hauptaktionär ist CEO | ? | Es kann empirisch kein Einfluss nachgewiesen werden. |
| Unabhängigkeit des Verwaltungsrats | – | Ein gänzlich unabhängiger (nicht-exekutiver) Verwaltungsrat führt zu einer um 20.08% bis 22.40% tieferen CEO-Vergütung. |
| Grösse des Verwaltungsrats | + | Mit jedem weiteren Verwaltungsratsmitglied nimmt die CEO-Vergütung um 5.71% bis 6.94% zu. |
| Existenz eines Vergütungsausschusses | ? | Die 77.5% der Publikumsgesellschaften mit Vergütungsausschuss richten eine um 42.91% bis 51.01% höhere CEO-Vergütung aus. |
| Amtsduer des CEO | + | Mit jedem zusätzlichen Amtsjahr des CEO steigt seine Vergütung um 2.10% bis 2.43% an. |
| Zugehörigkeit des CEO zum Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied | + | Gehört der CEO dem Verwaltungsrat als ordentliches Mitglied an, fällt seine Vergütung um 25.08% bis 32.44% höher aus. |
| Personalunion (CEO = VRP) | + | Ein CEO, der gleichzeitig den Vorsitz des Verwaltungsrats einnimmt, bezieht eine um 49.60% bis 58.65% höhere Vergütung. |

5.2 Vergütungsprämie bei Personalunion

Die markanteste Vergütungsprämie von 49.60% bis 58.65% ist mit einer Personalunion von CEO und VRP verbunden. Die deskriptive Statistik weist hier einen Vergütungsunterschied von rund 88% aus.⁶ Folglich entfällt in Unternehmen mit Personalunion ein Teil der absoluten Vergütungsdifferenz auf sonstige Unterschiede in der Ausgestaltung der Corporate Governance bzw. in der Unternehmensgrösse oder Performance. Es liegt der Schluss nahe, dass ein Teil, nicht jedoch der ganze Unterschied, darauf zurückzuführen ist, dass Publikumsgesellschaften mit Personalunion im Schnitt komplexer und anspruchsvoller zu führen sind oder eine höhere Performance aufweisen. Die Vergütungsprämie, die ein CEO aufgrund der zusätzlichen Macht bei gleichzeitiger Besetzung des Verwaltungsratspräsidiums erhält, lässt sich nur schätzen, falls die Doppelbelastung durch die Vergütung beider Positionen berücksichtigt wird.

Dies kann mit folgender Überlegung illustriert werden: Unter der Annahme, dass die Aktionäre der untersuchten Gesellschaften grundsätzlich frei wählen können, ob sie die beiden Vorseitze von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung durch zwei separate oder eine einzelne Person besetzen wollen, bestand für die Eigentümer im Beobachtungszeitraum von 2007 bis 2010 aus statistischer Sicht folgende Wahl:⁷

- Variante mit Doppelspitze

Zur Führung des Unternehmens sind ein CEO und ein nicht-exekutiver Verwaltungsratspräsident notwendig. Es wird angenommen, dass diese beiden durch eine Zufallsauswahl aus der untersuchten Stichprobe gewonnen werden. Der Erwartungswert des Personalaufwands besteht dabei im arithmetischen Mittel der Vergütung der beiden Kategorien des «einfachen» CEO, der dem Verwaltungsrat nicht angehört (CEO ≠ VR), sowie des nicht-exekutiven Verwaltungsratspräsidenten. Ein «einfacher» CEO verdient über die Beobachtungsperiode CHF 1'877'146.- (vgl. *Abbildung 1*), ein nicht-exekutiver Verwaltungsratspräsident im Schnitt CHF 509'114.- (vgl. *Abbildung 3*). Eine Besetzung der beiden Positionen durch zwei Personen führt somit zu einem erwarteten Personalaufwand von CHF 2'386'260.-.

- Variante mit Personalunion

Die zweite Möglichkeit besteht darin, die beiden Führungspositionen durch eine Person zu besetzen. Ein CEO mit Doppelmandat kostet gemäss der deskriptiven Auswertung im Schnitt CHF 3'535'474.-. Damit wird eine *statistisch nicht kontrollierte Vergütungsprämie* von CHF 1'149'214.- bzw. 48% erkennbar.⁸

Sachgerechter erscheint ein Vergleich auf Basis einer Regressionsanalyse, die eine *statistisch kontrollierte Vergütungsprämie* für das Doppelmandat von zwischen 50% und 59% zutage fördert.⁹ Demnach ergibt sich durch Einsetzen in die Regressionsgleichung, ausgehend von der Vergütung des «einfachen» CEO, für die Personalunion eine *statistisch kontrollierte Vergütung* von zwischen CHF $1'877'146 \times 1.5 = \text{CHF } 2'815'719.-$ und CHF $1'877'146 \times 1.59 = \text{CHF } 2'984'662.-$.

Die empirische Untersuchung weist demnach für das Doppelmandat eine *statistisch nicht kontrollierte Prämie* von rund CHF 1'150'000.- (48%-Prämie) bzw. nach Berücksichtigung von Unterschieden in der Unternehmensgrösse, Performance und der übrigen Ausgestaltung der Corporate Governance eine *statistisch kontrollierte Prämie* von zwischen CHF 430'000.- (18%-Prämie) und CHF 600'000.- (25%-Prämie) aus. Dabei geht es weniger um exakte Beträge als vielmehr um den Nachweis der ungefähren Grössenordnung der Prämie.

Dieses Resultat ist umso erstaunlicher, da zum einen allfällige Unterschiede in der Komplexität der Führungsaufgabe und in der erreichten Performance mit einbezogen werden. Zum anderen wird die Doppelbelastung durch den Einbezug der Entlohnung beider Positionen berücksichtigt. Somit ist zu vermuten, dass bei der Vergütungsprämie, neben anderen Einflüssen, die mit dem Doppelmandat verbundene Machtposition des CEO eine wichtige Rolle spielen dürfte.

5.3 Unternehmensgrösse und Unternehmensperformance

Die beiden zentralen Vergütungs determinanten der Grösse und Performance sind bei jeder empirischen Analyse als Kontrollvariablen zu berücksichtigen. Die internationale Vergütungsforschung zeigt, dass mit der Grösse rund 40% und der Performance knapp 5% der zwischenbetrieblichen Varianz der CEO-Vergütung erklärt werden können.¹⁰ Auch bei Schweizer Publikumsgesellschaften erweist sich die Unternehmensgrösse als der mit Abstand stärkste Einflussfaktor. Die durchgeführten detaillierten Analysen zeigen weiter, dass bei der Gesamtkapitalrendite als rechnungslegungs-basiertes Performancemass ebenfalls ein positiver Zusammenhang erkannt werden kann. Hingegen ist bei den marktbasierten Performancemassen, wie beispielsweise der Aktienkursrendite, während der Finanzmarktkrise kein signifikanter Effekt auszumachen.

6. SCHLUSSFOLGERUNG

Die empirischen Analysen erlauben eine Beurteilung des Einflusses der Corporate Governance auf die Frage der Entschädigungen unter Berücksichtigung der jüngsten regulatorischen Entwicklungen.

6.1 Erkenntnisse aus der Studie

In einer Welt, in der die Ausgestaltung der Corporate Governance effektiv einen Einfluss auf die CEO-Vergütung hat, kann die reine Marktperspektive keine Gültigkeit beanspruchen, denn diese schliesst andere Vergütungs determinanten als die reinen Marktkräfte von Angebot und Nachfrage nach Managementdienstleistungen explizit aus. Vielmehr lässt sich ein gewisses Marktversagen erkennen, womit sich eine Regulierung rechtfertigen lässt. Aufgrund der gefundenen Ergebnisse zum Einfluss der Corporate Governance können die negativen Folgen dieses Marktversagens durch eine Stärkung der Vergütungs-Governance (Corporate Governance im Rahmen der Vergütungsfrage) reduziert werden.

6.2 Beurteilung der Forderungen der Abzocker-Initiative

Eine Beurteilung der Forderungen der Abzocker-Initiative auf dem Hintergrund der aus der Studie gewonnenen Erkenntnisse fällt gemischt aus.

- **Erweiterung der Kontrollrechte der Aktionäre**

Die Stärkung der Mitsprachemöglichkeiten der Generalversammlung ist grundsätzlich positiv zu werten, da hiermit die juristischen Voraussetzungen für eine Aktionärskontrolle in Vergütungsfragen geschaffen werden. Es ist jedoch zu vermuten, dass die ungünstige Anreizstruktur für Kleinanleger (Trittbrettfahrer-Problematik als Folge des stark gestreuten Aktionariats) auch weiterhin bestehen bleibt und somit eine intensivere Kontrolle kaum stattfinden wird.

- **Förderung der Kontrollintensität des Verwaltungsrats**

Die Grösse und Unabhängigkeit des Verwaltungsrats werden nicht geregelt. Die Generalversammlung könnte jedoch in Zukunft durch die jährliche Einzelwahl der Mitglieder des Verwaltungsrats einen

stärkeren Einfluss auf diese beiden Einflussfaktoren erhalten. Ebenfalls positiv zu werten ist aus dieser Sicht die Einzelwahl der Mitglieder des Vergütungsausschusses. Damit soll deren Unabhängigkeit erhöht werden.

▪ Einschränkung des Einflusses der Geschäftsleitung

Zwar wird weder die Personalunion untersagt, noch eine personelle Trennung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung erwirkt. Dennoch wird die Generalversammlung in diesen Fragen durch die jährliche Einzelwahl der Mitglieder des Verwaltungsrats und die jährliche Wahl des Verwaltungsratspräsidiums definitiv gestärkt. Es wird sich zeigen, ob dies in der Praxis effektiv zu einer stärkeren personellen Trennung zwischen den beiden Führungsgremien und einer Reduktion der Unternehmen mit Personalunion führen wird. Die Gefahr, dass der jährliche Wahlmodus das kurzfristige Gewinndenken noch weiter fördert, bleibt bestehen. Hingegen ist das Verbot bestimmter Vergütungsformen, wie beispielsweise sog. «echter Antrittsprämien» als Entschädigung eines effektiven Verlusts aus langfristigen Vergütungsplänen des vorherigen Arbeitgebers, kritisch zu betrachten.

Die vorliegende Untersuchung bietet eine fundierte Ausgangslage mit den Verhältnissen unter dem bald zu Ende gehenden Regime gemäss Transparenzgesetz. Darauf aufbauend wird die Analyse der Auswirkungen der zahlreichen neuen Massnahmen zur Regulierung der Vergütungsfrage in Publikumsgesellschaften weitere aufschlussreiche Erkenntnisse zum Zusammenhang zwischen der Corporate Governance und der Managementvergütung offenbaren.

Literatur:

Barmettler, Peter (2013): Transparenz Schweizer Managementvergütungen – Eine empirische Untersuchung zum Einfluss der Corporate Governance auf die CEO-Entschädigung Schweizer Publikumsgesellschaften, Zürich 2013.

Core, John E. / Holthausen, Robert W. / Larcker, David F. (1999): Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance, in: Journal of Financial Economics, 51 (1999), S. 371–406.

Jensen, Michael C. / Murphy, Kevin J. / Wruck, Eric G. (2004): Remuneration – Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them, Harvard NOM Research Paper No. 04-28 (July 2004) and ECGI-Finance Working Paper No. 44/2004.

Leibfried, Peter (2010): Managementvergütung – Fünf Fragen zu einer scheinbar endlosen Debatte, in: Audit Committee News, Ausgabe 31/September 2010, S. 4–7.

Meyer, Conrad / Bieri, Peter / Frei, Patrick / Staub, Peter / Zraggen, Urs (2003): Studie zur praktischen Umsetzung der Corporate Governance-Richtlinie, im Auftrag der SWX Swiss Exchange, Zürich 2003.

¹ Vgl. Leibfried (2010), S. 4.

² Vgl. Jensen / Murphy / Wruck (2004), S. 21–22.

³ Vgl. Meyer et al. (2003). S. 1.

⁴ Das vorliegende Untersuchungsdesign orientiert sich an bisherigen US-Studien, publiziert in renommierten Top-Journals, wie z.B. an Core / Holthausen / Larcker (1999).

⁵ Das umfassende Untersuchungsdesign und die detaillierten Ergebnisse der Untersuchung finden sich in Barmettler (2013).

⁶ $(\text{CHF } 3'535'474.- / \text{CHF } 1'877'146.- - 1) \times 100\% = 88\%$

⁷ Aus juristischer Sicht können die Aktionäre die zu praktizierende Variante der Unternehmensführung über die Wahl der Mitglieder des Verwaltungsrats beeinflussen.

⁸ «Statistisch nicht kontrolliert» bedeutet, dass keine anderen Einflussfaktoren berücksichtigt werden.

⁹ Vgl. Barmettler (2013), S. 181 und 195.

¹⁰ Vgl. Tosi et al. (2000), S. 301.